

葛洲 CWB1 权证行权价值及风险评析

权证研究

2009 年 12 月 15 日

投资要点:

1、葛洲 CWB1 权证最后交易日为 2009 年 12 月 31 日，行权期为 2010 年 1 月 4 日至 1 月 10 日。行权价格为 7.66 元/股，行权比例为 1: 0.59。权证的价内程度为 58.36%，到期行权的可能性很大，如能成功行权，则可获得 13.6 亿元的融资总额。

2、葛洲 CWB1 权证 12 月 14 日收盘价格为 3.046 元，价内，溢价率为 5.71%，理论价格为 2.6451 元，内在价值为 2.6373 元，时间价值为 0.4087 元，随着到期日的临近，时间价值将下降很快。葛洲 CWB1 权证具有内在价值，完全可以行权，但现在到权证结束交易有 12 个交易日，这期间正股葛洲坝波动比较大，进而影响权证的价格。如果到期时葛洲坝的价格仍保持在 12.13 元，不考虑行权成本，则投资者持有葛洲 CWB1 权证的盈亏平衡点为 12.8227 元，如果权证溢价率下降回归到 0 附近，持有权证的成本 2.6 元左右或以下，则行权收益显著。

3、投资者要密切关注正股葛洲坝的走势，通过对该权证的盈亏平衡点价格进行评估，理性决策是否进行权证行权。风险偏好投资者基于未来对葛洲坝良好的业绩预期可选择适时行权，风险厌恶投资者可选择在权证停止交易前抛出，以回避行权期间的不确定性，减少风险。如果在葛洲 CWB1 行权期间，股票市场大幅度下跌，则存在着正股葛洲坝大幅度波动的风险，权证停止交易而正股下跌，则买入权证行权，也可能损失，这种风险不容忽视。

图 1 葛洲 CWB1 权证走势



表 1 葛洲 CWB1 权证价值评价

收盘价	理论价格
3.046	2.6451
内在价值	时间价值
2.6373	0.4087
溢价率 %	杠杆倍数
5.7107	2.3495
Delta	价内外程度%
0.9998	58.3551

分析师:赵旭

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

葛洲 CWB1 权证行权价值及风险评析

一、葛洲 CWB1 权证主要条款

葛洲 CWB1 权证存续期为 2008 年 7 月 11 日至 2010 年 1 月 10 日，行权期为 2010 年 1 月 4 日至 1 月 10 日期间的 5 个交易日，在行权期内认股权证将停止交易。最后交易日为 2009 年 12 月 31 日，投资者每持有 1 份葛洲 CWB1 认股权证，有权在行权期内以 7.66 元/股的价格认购 0.59 股公司 A 股股票，成功行权获得的股份可以在次一交易日上市交易。随着到期日的临近，葛洲 CWB1 权证较高的价内程度使其行权的可能性很大，如果能成功行权，则可获得 13.6 亿元的融资总额。

表 1 葛洲 CWB1 权证主要条款

权证代码	580025
权证简称	葛洲 CWB1
发行人	葛洲坝公司
标的证券	葛洲坝（600068）
发行数量	30163 万份
权证类型	百慕大式认购权证
行权价格	7.66 元
行权比例	1:0.59
行权日	2010 年 1 月 4-10 日
最后交易日	2009 年 12 月 31 日

资料来源：东北证券研究所

12 月 14 日葛洲 CWB1 认股权证的收盘价格为 3.046 元，价内，溢价率为 5.71%。理论价格为 2.6451 元，内在价值为 2.6373 元，时间价值为 0.4087 元，随着到期日的临近，时间价值将下降很快。尽管葛洲 CWB1 有内在价值，但按照现在的价格买入行权未必就有收益？这里我们试图简要的分析以下葛洲 CWB1 认股权证的行权价值。

表2 权证价值评价（12月14日）

名称	最新	理论价格	隐含波动率	内在价值	时间价值	溢价率	价内外程度	杠杆倍数	剩余天数	DELTA
中兴 ZXC1	8.21	2.982	1.3437	0	8.210	0.2518	-3.335	4.602	69	0.506
上汽 CWB1	3.015	1.198	1.3587	0	3.015	0.1722	-5.128	8.468	24	0.425
赣粤 CWB1	6.9	0.832	2.5245	0	6.900	0.5364	-12.55	2.545	75	0.356
石化 CWB1	1.638	0.086	1.9003	0	1.638	0.6369	-28.46	4.182	79	0.117
国电 CWB1	3.009	0.797	1.7915	0	3.009	0.478	-5.087	2.356	158	0.548

宝钢 CWB1	1.607	0.362	1.535	0	1.607	0.6766	-24.589	2.853	201	0.351
葛洲 CWB1	3.046	2.676	2.1978	2.637	0.409	0.0571	58.355	2.35	27	1
江铜 CWB1	5.382	6.688	0	6.67	-1.288	-0.1224	173.247	1.955	299	0.968
长虹 CWB1	3.142	2.536	0.8075	1.56	1.582	0.233	29.828	2.161	612	0.838

资料来源：WIND 系统

二、葛洲 CWB1 权证的行权价值透视

葛洲坝公司认股权证于 12 月 31 日结束交易，1 月 10 日行权到期，行权价为 7.66 元，假如成功行权募集资金约 13.6 亿，这可为公司业务拓展提供资金。

从葛洲坝走势看，似乎比较强劲。在行权期间，如果市场不大幅度下跌，完全具有行权价值，是否行权，关键是看投资者持有葛洲 CWB1 的成本，以确定其能否获得高的行权收益。

我们认为，葛洲 CWB1 权证具有内在价值，完全可以行权，但现在到权证结束交易有 12 个交易日，这期间正股葛洲坝波动比较大，进而影响权证的价格，对投资者来讲，关键是看其买入葛洲 CWB1 权证的成本。我们估计，如果到期时葛洲坝的价格仍保持在 12 月 14 日的收盘价 12.13 元，不考虑行权成本，则投资者持有葛洲 CWB1 的价格不能超过 3 元，盈亏平衡点为 12.8227 元，投资者可以进行行权而打平。10 月 14 日葛洲 CWB1 收盘价为 3.046 元，溢价率为 5.71%，有点高估，需要正股上涨 6% 左右，如果正股持续上涨，权证价格下降，权证溢价率下降回归到 0 附近时，行权价值很大。这里我们给出模拟不同行权成本下的价格模拟（表 3、4）。

表3 葛洲CWB1权证随溢价率变化的价格模拟

股价\溢价率	-0.1	-0.05	0.01	0.05	0.09
9	0.2596	0.5251	0.8437	1.0561	1.2685
10	0.7906	1.0856	1.4396	1.6756	1.9116
11	1.3216	1.6461	2.0355	2.2951	2.5547
12	1.8526	2.2066	2.6314	2.9146	3.1978
13	2.3836	2.7671	3.2273	3.5341	3.8409
14	2.9146	3.3276	3.8232	4.1536	4.484
15	3.4456	3.8881	4.4191	4.7731	5.1271

资料来源：根据相关数据模拟计算

表4 葛洲 CWB1 权证行权可能性模拟

权证价格	5.5	5	4.5	4	3.5	3.046	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3
盈亏平衡点	16.982	16.135	15.287	14.440	13.592	12.823	12.406	12.067	11.897	11.728	11.558

资料来源：根据相关数据模拟计算

从表 4 可以看出，在溢价率为 0 甚至为负的情况下，假设正股在 12 元附近，如果投资者持有权证的成本 2.6 元左右或以下，则行权具有收益。从目前看，估计在权证交易日前及权证行权期间，葛洲坝震荡上涨的概率比较大，行权对大股东是有利的。因此若权证在溢价率为 0 甚至为负的情况下，投资者买入权证行权是有套利机会的。按照我们的模拟，如果正股在 13 元附近，投资者可以在 3 元以下买入权证行权，可能有比较好的收益。如果正股下跌了 5% 或 10%，现在买入权证行权可能会亏损。从这个角度看，投资者买权证关键要看其溢价率的大小，在 0 或负的溢价率购买权证可能是一个选择。

风险提示：

如果在葛洲 CWB1 行权期间，股票市场大幅度下跌，则存在着正股葛洲坝大幅度波动的风险，如果权证停止交易而正股下跌，则买入权证行权，也可能损失，这种风险不容忽视。

三、葛洲 CWB1 权证行权策略及风险提示

葛洲 CWB1 权证有 12 个交易日，但截止 12 月 14 日权证理论价格为 2.645 元，内在价值为 2.6373 元，如果以目前的权证价格行权，需要正股上涨 6% 左右。二级市场估计会维持震荡态势，不排除葛洲坝股票会在震荡行情中上升的可能。对于葛洲 CWB1 认购权证，投资者需通过该只权证的盈亏平衡点价格进行评估，理性决策是否进行权证行权。在溢价率为 0 甚至为负的情况下，葛洲坝股票在 12 元，如果投资者持有权证的成本比较低如在 2.5 元以下，则行权具有正收益。投资者要密切关注正股葛洲坝的走势，进行操作，在溢价率为 0 甚至为负时买入权证，风险偏好投资者基于未来对葛洲坝良好的业绩预期可选择适时行权，风险厌恶投资者可选择在权证停止交易前抛出，以回避行权期间的不确定性，减少风险。

本报告主要指标释义：

1、溢价率：

认购权证溢价率： $(\text{行权价格} + \text{权证价格} / \text{行权比例} - \text{股票价格}) / \text{股票价格} \times 100\%$

认沽权证溢价率： $(\text{股票价格} + \text{权证价格} / \text{行权比例} - \text{行权价格}) / \text{股票价格} \times 100\%$

该指标反映投资者持有权证的风险，即权证到期前标的证券价格需要变动多少，才能让权证投资者保本不亏损即保持盈亏平衡。

2、换手率：权证在一段时间内的成交量/权证的总流通数

3、价内外程度：度量权证标的价格偏离行权价的幅度即权证正股价格超过或低于行权价的百分比程度。

认购权证价内外程度： $=(\text{标的价格} / (\text{行权价} / \text{行权比例}) - 1) \times 100\%$

认沽权证价内外程度： $=(1 - \text{标的价格} / (\text{行权价} / \text{行权比例})) \times 100\%$

4、理论价值：通过 B-S 公式计算的权证理论价值；

内在价值：权证正股价格超过行权价格的部分即

认购权证内在价值： $=(\text{标的价格} - \text{行权价}) \times \text{行权比例}$

认沽权证内在价值： $=(\text{行权价} - \text{标的价格}) \times \text{行权比例}$

时间价值：权证价格-内在价值，权证价格中内在价值以外的部分，剩余期限愈短，时间价值愈小。

5、隐含波动率：根据相关参数和权证际市场价格由 B-S 公式反推出来的标的股票波动率，反映了市场对正股价格未来波动率的预期，相当于股票估值中市盈率指标。

6、杠杆比率：杠杆比率（静态杠杆）=标的价格/（权证价格/行权比例），反映投资正股相对投资权证的成本比例；反映了权证的涨跌幅限制程度，静态杠杆愈大，涨跌幅限制越大。

实际杠杆：实际杠杆=杠杆比率×Delta，实际杠杆反映标的股票在较短时间内的波动引起权证价值波动的比例；假如标的资产价格上涨 1%，权证价格理论上会上涨（认购）或下跌（认沽）多少。

7、Delta：即对冲值，反映权证价值对标的股票价格变化的敏感程度，也反映权证到期行权的概率大小；

8、Gamma：反映权证 Delta 值对权证标的股票价格变化的敏感程度；

9、Vega：反映权证价值对标的股票波动率变化的敏感程度；

- 10、Theta: 反映权证价值对时间变化的敏感程度, 表示时间每过一天, 权证价值会损失多少;
- 11、Rho: 反映权证价值对无风险利率变化的敏感程度。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。